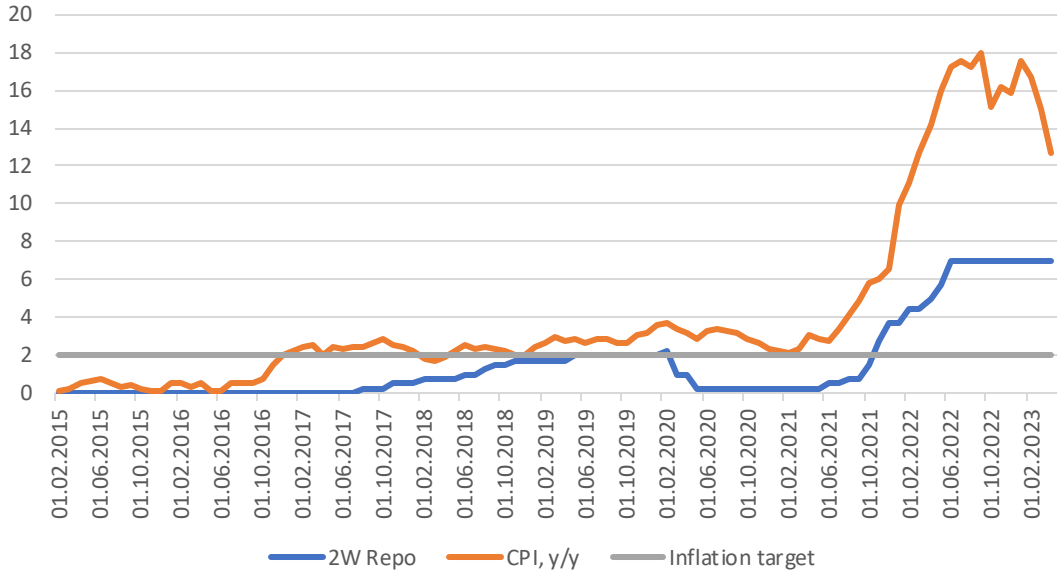
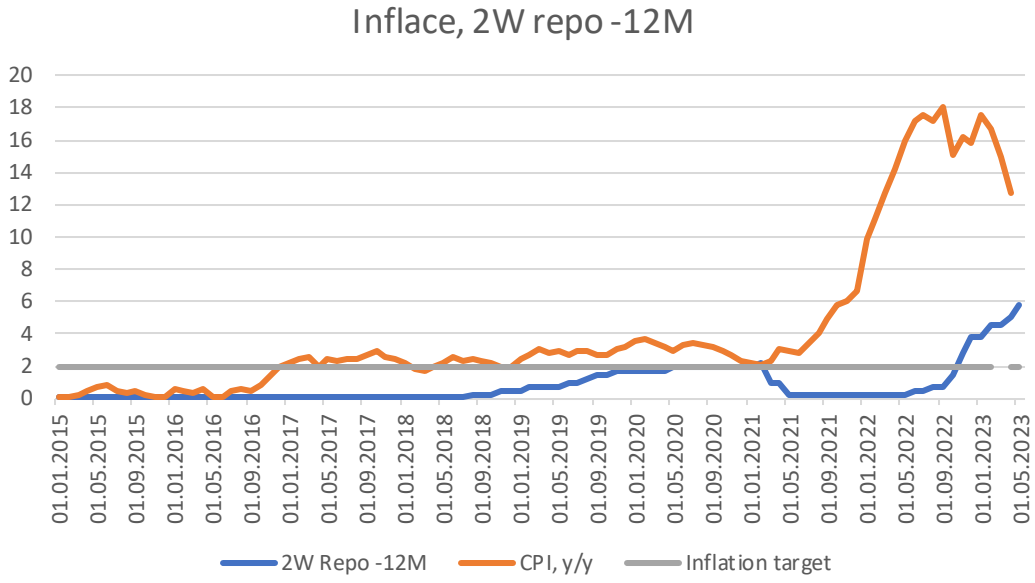
ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Inflace v české ekonomice: návrat do cíle

Eva Zamrazilová

Inflace a měnová politika

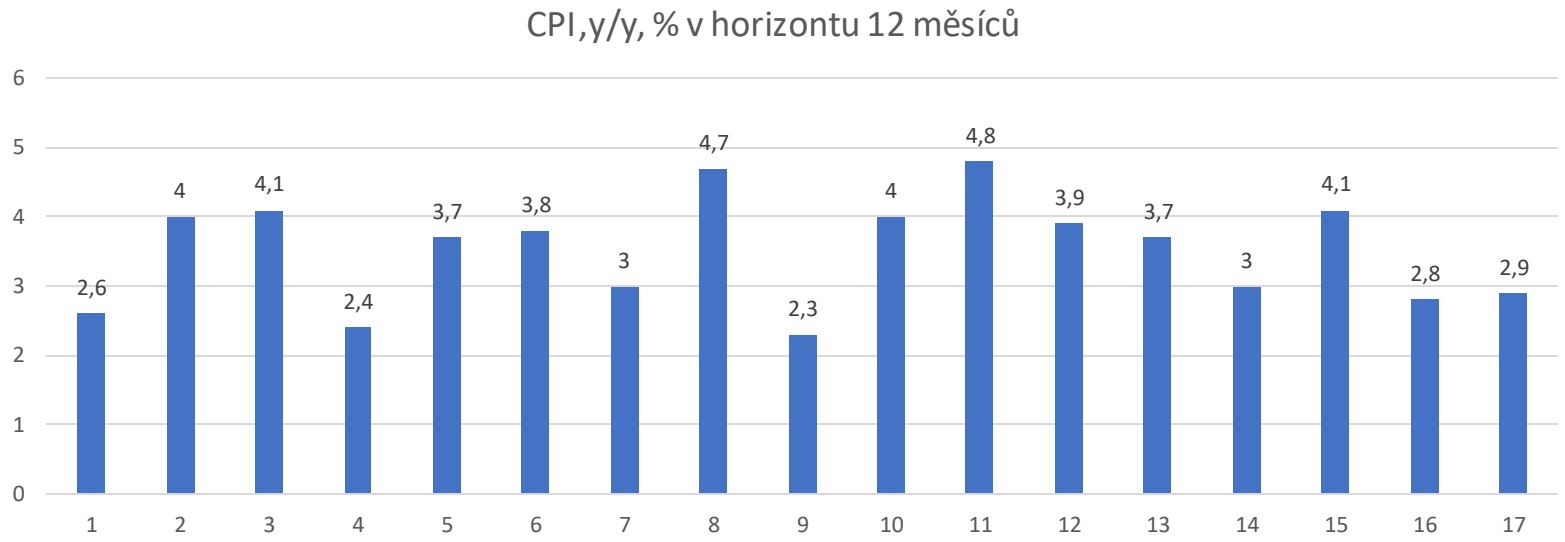




Zdroj: ČSÚ, ČNB

- Měnová politika působí se zpožděním 12–18 měsíců
- Aktuálně na ekonomiku působí 2T repo sazba cca 5,75 %, plný efekt 7% repo sazby naběhne H2/2023
- Domácí a globální proinflační faktory
  - Nedostatek surovin, materiálů, komponent (globální) – odeznívá
  - Dlouhodobě uvolněná měnová politika (globální, částečně i domácí) – odeznívá
  - Efekt deglobalizace – přetrvává
  - Uvolněná fiskální politika (globální i domácí) – částečně odeznívá
  - Tlaky z trhu práce (domácí) – částečně odeznívá
  - Zdražování energií (globální) – odeznívá

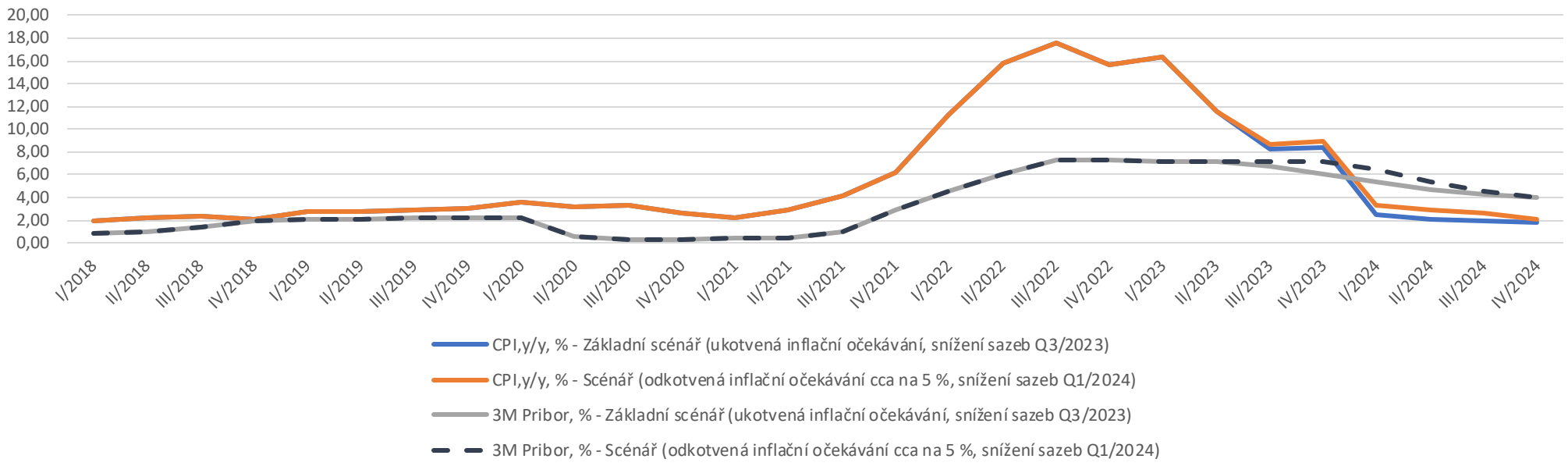
Dubnová inflační očekávání analytiků v ročním výhledu



Zdroj: ČNB

- Dubnová meziroční inflační očekávání analytiků se ve srovnání s březnem mírně snížila
  - Průměrná hodnota klesla na 3,5 %, z březnových 3,7 %
  - Snížila se variabilita odhadů
  - Snížilo se i maximum z 5,5 % na 4,8 %
- Květnová prognóza ČNB čeká pro Q1/2024 CPI ve výši 2,1 %

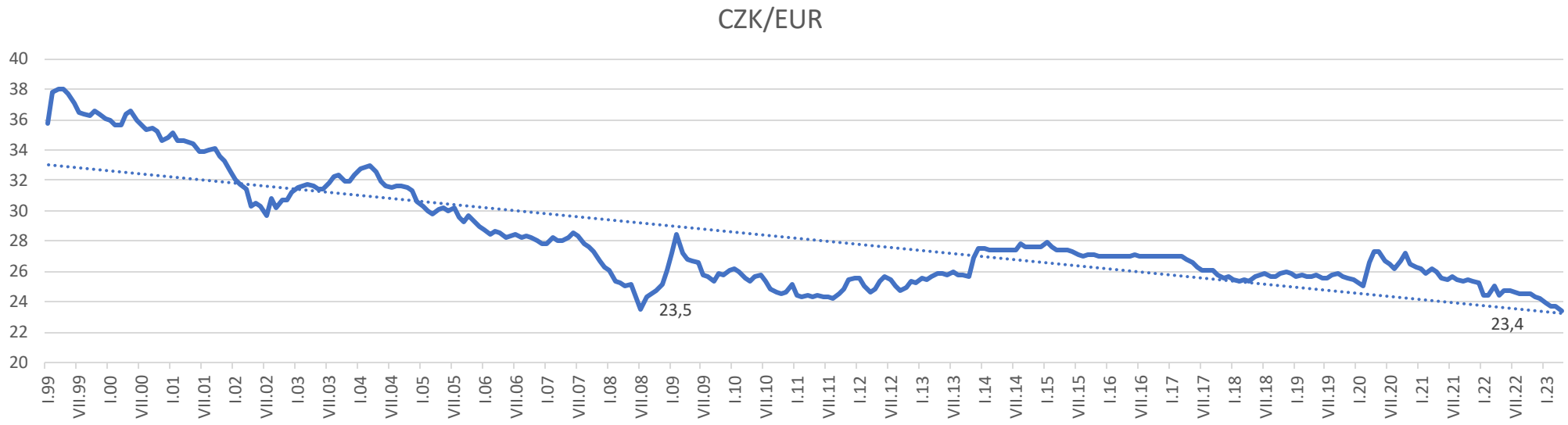
Inflační očekávání a měnová politika



Zdroj: ČSÚ, ČNB

- Inflační očekávání hrají v současné měnové politice významnou roli
  - Měření je zatížené řadou nejistot, propagace inflačních očekávání do skutečné inflace opět obtížně kvantifikovatelná
- Základní scénář jarní prognózy založen na ukotvení inflačních očekávání kolem 2 %
  - Inflace na cíli Q3/2024, uvolňování sazeb Q3/2023
- Alternativní scénář jarní prognózy založen na „odkotvenosti“ inflačních očekávání kolem 5 %
  - Inflace na cíli Q4/2024, uvolňování sazeb Q1/2024
- „Higher for longer“ zajišťuje návrat do cíle i při vysokých inflačních očekáváních

Měnový kurz CZK/EUR



Zdroj: CNB

- CZK byla v jarních měsících 2022 pod tlakem negativního tržního sentimentu
- Aktuálně je CZK silnější, než byla všeobecná očekávání – nejsilnější v historii
- Silný kurz zpřísňuje měnové podmínky v rozsahu minimálně 1 p. b. 2T repo sazby
- V dubnu 2023 očekávají analytici v průměru kurz za 12 M 24,1 CZK/EUR – rozptyl vysoký (22,9–24,8)

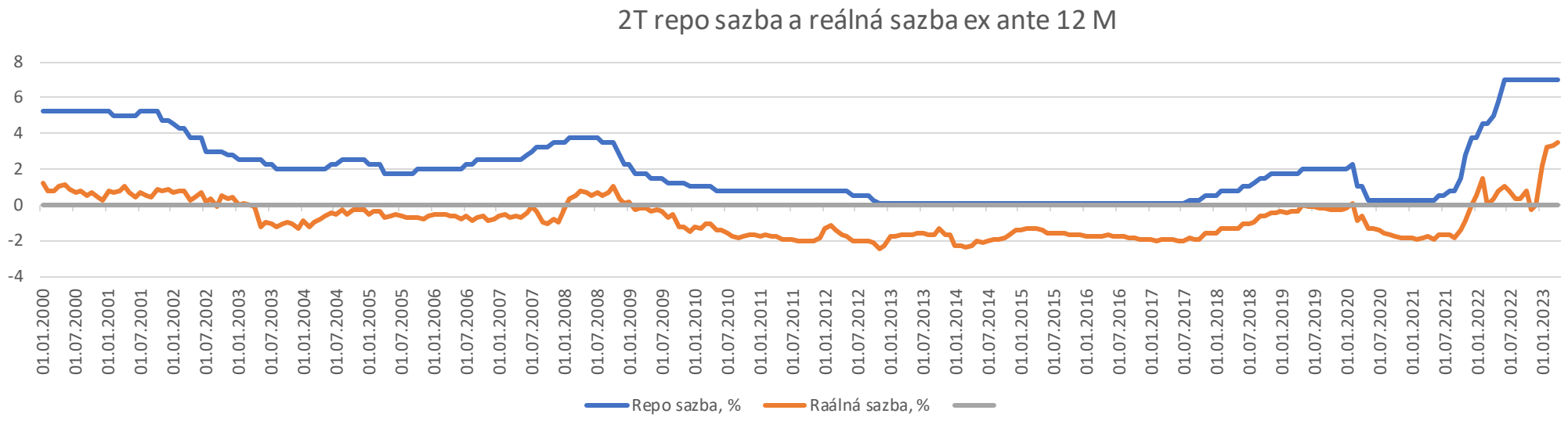
Proč je role kurzu aktuálně důležitá?

Financování podniků Q4/2022	mld. Kč	Podíl na celkovém financování (%)	
Úvěry u domácích bank celkem	1268,4	41,0	**Podíl na úvěrech u domácích bank, %**
Úvěry u domácích bank, CZK	693,6	22,4	54,7
Úvěry u domácích bank, cizí měny	574,8	18,6	45,3
Úvěry v zahraničí celkem	666	21,5	**Podíl na úvěrech v zahraničí, %**
Úvěry v zahraničí, CZK	93,7	3	14,1
Úvěry v zahraničí, cizí měna	572,3	18,5	85,9
Mezipodnikové půjčky (PZI) celkem	1157	37,4	**Podíl na mezipodnikových půjčkách (PZI)**
Mezipodnikové půjčky, PZI CZK	584,1	18,9	50,5
Mezipodnikové půjčky, PZI, cizí měna	572,9	18,5	49,5

Zdroj: ČNB

- Úrokové sazby jsou hlavním nástrojem domácí měnové politiky
- V sektoru domácností transmisní kanál úrokových sazeb funguje velmi dobře
- V sektoru firem je ale transmise slabší kvůli vysoké spontánní euroizaci při financování podniků – úvěry v cizí měně jsou levnější
  - Celkový podíl úvěrů denominovaných v CZK dosahoval v Q4/2022 44 %
  - Podíl úvěrů denominovaných v CZK poskytovaných domácím bankovním sektorem činil pouze 22 %
  - Neexistuje statistická evidence ohledně výše úrokových sazeb poskytovaných českým podnikům zahraničními bankami nebo v rámci nadnárodních firem v cizí měně
- K úvěrům v cizí měně mají přístup především exportéři – z vlivu přísné domácí politiky tedy unikají
- Měnový kurz je cestou, jak doručit přísnou měnovou politiku i těmto firmám…

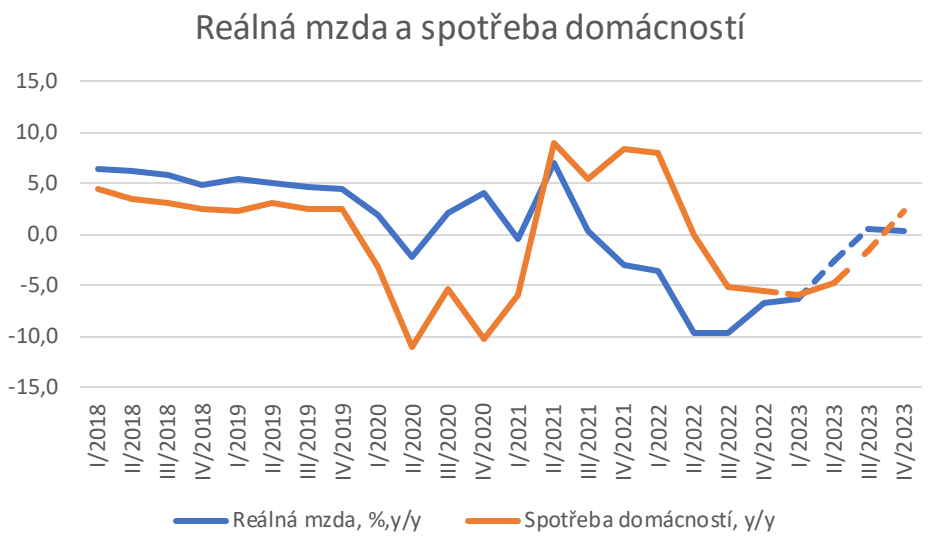
Nominální a reálná měnověpolitická sazba

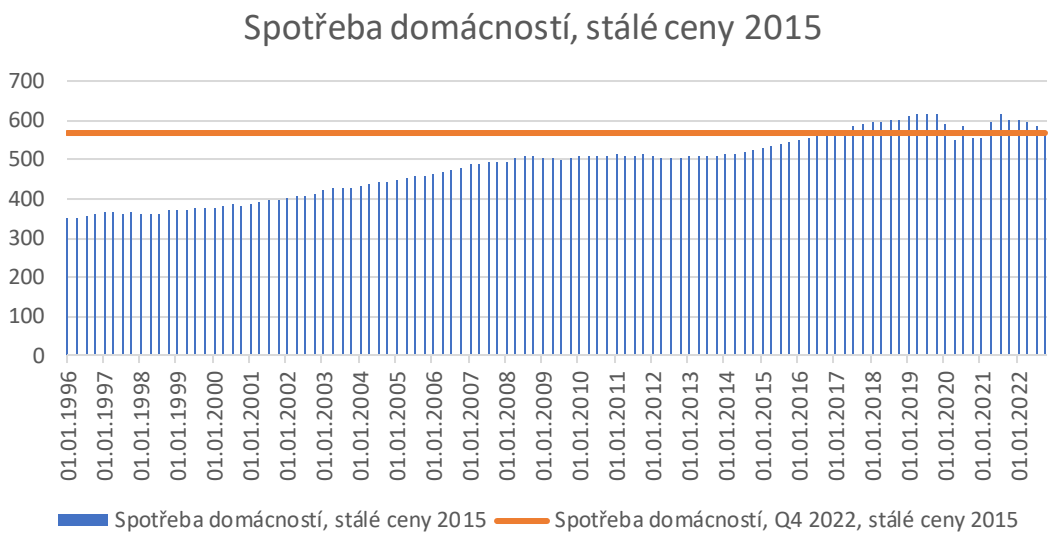


Zdroj: ČNB, vlastní výpočet

- Od roku 2009 více než 10 let záporné reálné úrokové sazby
- Aktuálně měnová politika nejpřísnější za posledních více než 20 let
- Přísná měnová politika je nástrojem, jak vrátit inflaci do cíleného pásma
- Stále ale existují rizika, která mohou vynutit další zpřísnění měnové politiky
  - Utažený trh práce
  - Uvolněná fiskální politika

Domácnosti: spotřeba a reálné mzdy

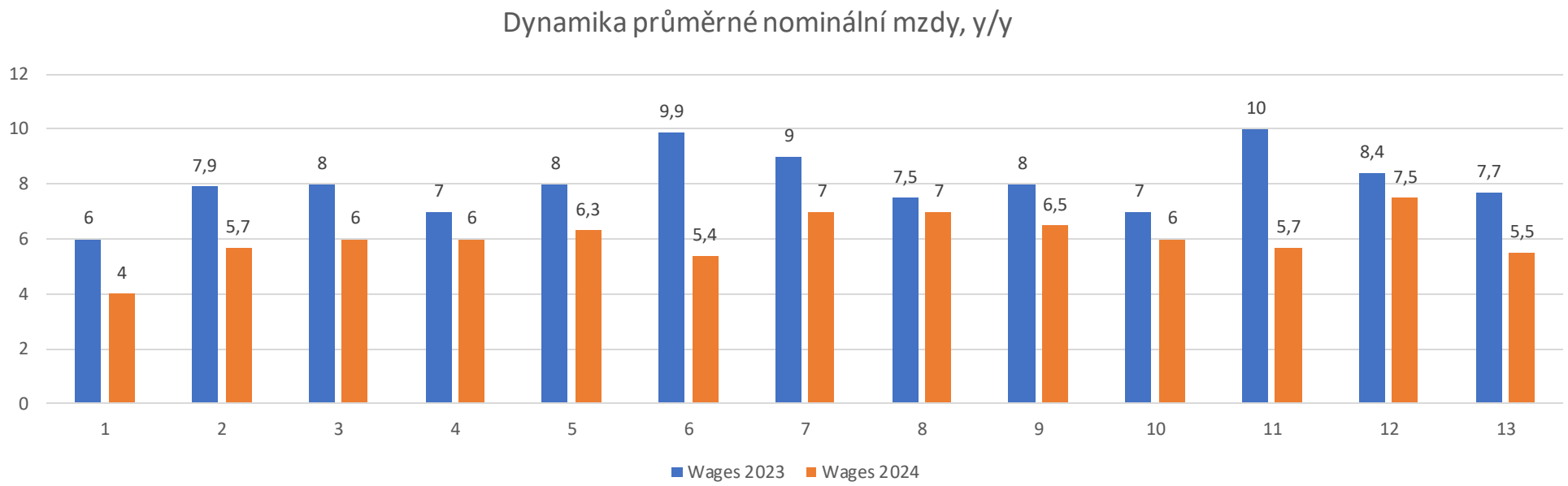




Zdroj: ČSÚ

- Reálné mzdy klesají od Q4/2021
- Spotřeba domácností meziročně klesá od Q1/2022, reálná úroveň odpovídá H1/2017
- Domácnosti se obávají finanční situace, což oslabuje sklon ke spotřebě – míra úspor v Q4/22 rekordních 21 %

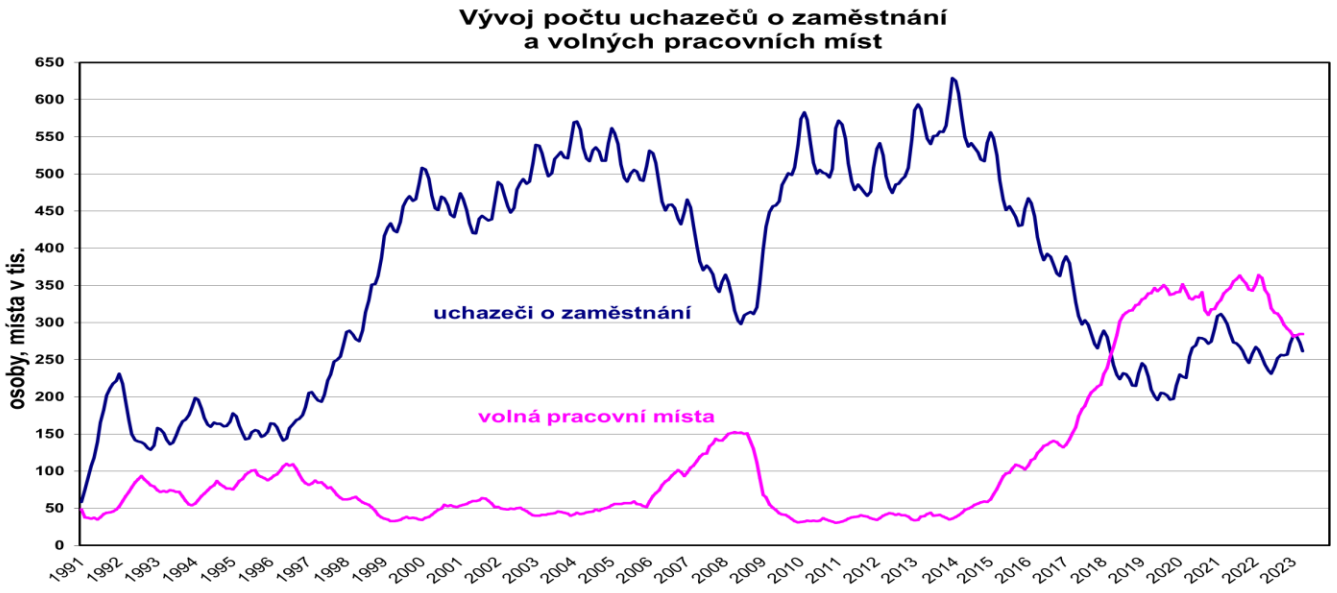
Riziko mzdově-inflační spirály

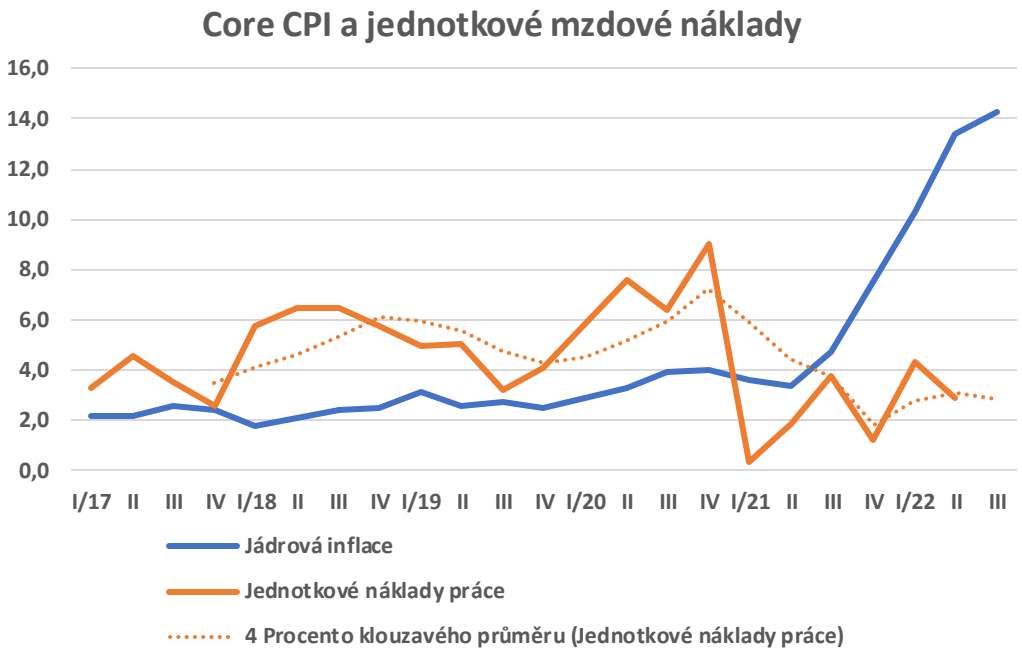


Zdroj: ČNB

- Analytici očekávají pro rok 2023 růst mezd v průměru 8,2 %, pro rok 2024 6 %
  - **Květnová prognóza ČNB očekává růst průměrné nominální mzdy o 8,8 % y/y (2023) a o 7,9 % y/y (2024)**
  - **Dubnová prognóza MF očekává růst průměrné nominální mzdy o 7,5 % y/y (2023) a o 5,8 % y/y (2024)**
  - **Reálná mzda tedy v roce 2023 téměř jistě opět zaznamená pokles – spotřeba domácností bude oživovat pozvolna**
- Aktuálně tedy riziko vzniku mzdově-inflační spirály nevyznívá akutně, nicméně…
- Trh práce se ochlazuje velmi pomalu

Trh práce: napětí přetrvává, slábne pomalu

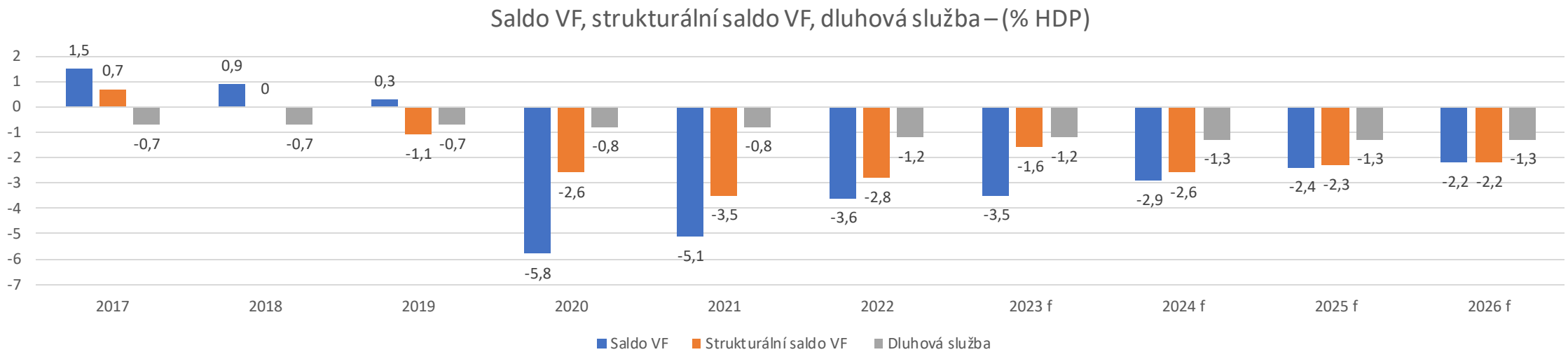




Zdroj: MPSV

- Od Q2/2018 na trhu práce unikátní situace – více volných pracovních míst než nezaměstnaných
- Tato situace přetrvala i během pandemie onemocnění covid-19
- V posledních měsících se mezera uzavírala – inflační tlaky z trhu práce by neměly sílit, nicméně přetrvávají
- Míra nezaměstnanosti v dubnu 2023 činila 3,6 % – meziroční vzestup z 3,3 % (duben 2022)
- V posledních čtyřech čtvrtletích snížení proinflačních tlaků z trhu práce z titulu jednotkových mzdových nákladů

Fiskální politika – jeden z důvodů proinflačních tlaků



Zdroj: MF, vlastní výpočet

- Veřejné finance do roku 2018 plnily svou stabilizační roli
- Rok 2019 přinesl změnu – do ekonomiky tak plynulo více peněz, než by odpovídalo jejímu výkonu
- 2020: Pandemická opatření vedla ke zvýšení vládních výdajů (% HDP) z 41,1 % v roce 2019 na 47,6 % v roce 2021
- Pokud strukturální schodky a tedy i příliš volná fiskální politika bude pokračovat i v příštích letech – proinflační riziko
- Veřejné finance by nemohly být tak štědré, kdyby globální měnová politika nebyla tak uvolněná a MP sazby nízké
- Aktuálně opačná situace – ČNB bude muset provádět přísnější měnovou politiku, pokud bude fiskální uvolněná

Děkuji za pozornost

eva.zamrazilova@cnb.cz